

ارتباط بین حاکمیت شرکتی و رشد شرکت با تاکید بر نقش محدودیت مالی

قاسم نصرت^{۱*}، یونس بادآور نهندي^۲

^۱ دانشجوی کارشناسی ارشد، گروه حسابداری، واحد تبریز، دانشگاه آزاد اسلامی، تبریز، ایران (عهده‌دار مکاتبات)

^۲ دانشیار، گروه حسابداری، واحد تبریز، دانشگاه آزاد اسلامی، تبریز، ایران

تاریخ دریافت: دی ۱۳۹۶، اصلاحیه: فروردین ۱۳۹۷، پذیرش: اردیبهشت ۱۳۹۷

چکیده:

هدف این تحقیق مطالعه ارتباط بین حاکمیت شرکتی و رشد شرکت با تاکید بر نقش محدودیت مالی در شرکتهای پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران می باشد. برای رسیدن به این هدف در این پژوهش با استفاده از نمونه آماری ۱۲۱ شرکت پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران که شامل ۷۲۶ مشاهده بین سالهای ۱۳۸۹ تا ۱۳۹۴ می باشد به آزمون فرضیهها پرداخته شد. جهت اندازه گیری حاکمیت شرکتی از ۲ شاخص (تمرکز مالکیت و درصد مالکیت نهادی) و برای اندازه گیری رشد شرکت از سه شاخص (رشد داراییها، رشد فروش و رشد سود) استفاده گردید و برای اندازه گیری محدودیت مالی از شاخص کاپلان و زینگلاس که توسط راعی و حصارزاده (۱۳۸۸) مطابق با محیط ایران تعدیل شده است استفاده گردید. نتایج حاصل از تحقیق نشان داد که بین مالکیت نهادی و تمرکز مالکیت با رشد شرکت ارتباط مثبت معنی داری وجود دارد و محدودیت مالی بر رابطه بین حاکمیت شرکتی و رشد شرکت تاثیرگذار نمی باشد.

واژگان کلیدی: محدودیت مالی، حاکمیت شرکتی، رشد شرکت، مالکیت نهادی، تمرکز مالکیت

۱- مقدمه

بهبود کارایی و رشد اقتصادی و در عین حال افزایش اعتماد سرمایه گذاران دارد. اصول راهبری شرکت ارتباطی بین مدیریت، هیئت مدیره و سهامداران شرکت برقرار می کند [۱۰]. رویه های کارآمد راهبری شرکت برای عملکرد صحیح بازار سرمایه و کل اقتصاد کشور حیاتی و لازمه جلب و حفظ اعتماد عمومی است. نظام راهبری شرکت ضعیف ممکن است موجب سلب اعتماد بازار گردد که به نوبه خود می تواند منجر به خروج منابع یا بحران نقدینگی و سقوط قیمت ها در بورس شود. با توجه به مطالب گفته شده می توان نتیجه گرفت، رعایت اصول راهبری هم در سطح کلان به سلامت و رونق اقتصاد جامعه کمک می کند و هم در سطح خرد (فعالیت های مالی شرکتها) می تواند در رشد شرکتها تاثیرگذار باشد. از طرفی دیگر شرکتها برای تامین مالی منابع خود با محدودیت هایی نیز مواجه می باشند. تامین منابع مالی برای سرمایه گذاری های بلند مدت، بخش عمده ای از نگرانی های مدیران شرکتها را تشکیل می دهد. طبق نظریه میلر-مودیلیانی در شرایط وجود بازار سرمایه کامل^۷، تفاوتی در هزینه تامین مالی از منابع داخلی یا خارجی شرکت وجود ندارد. در چنین حالتی، شرکت ها میتوانند بدون هیچ مشکلی با نرخ هزینه سرمایه مشخص به تامین منابع مالی لازم از طریق بازار سرمایه اقدام نمایند [۱۲]. اما بازار سرمایه در عمل، نمی تواند

اهمیت موضوع راهبری شرکت باعث شد تا قوانینی هم چون سربینز اکسلی^۱ در آمریکا و اصول راهبری شرکت مصوب وزرای سازمان توسعه همکاری های اقتصادی و قوانینی از این قبیل در کشورهای مختلف تنظیم شود [۴]. از سوی دیگر شبکه بین المللی راهبری شرکت بیانیه الزام آور تری را در مورد اصول راهبری شرکت بین المللی در سطح غیردولتی ایجاد کرد. در کشور ایران آئین نامه نظام راهبری شرکت توسط سازمان بورس اوراق بهادار تدوین و در تاریخ ۸۶/۰۸/۱۱ به تصویب هیئت مدیره رسیده است و همه شرکت های پذیرفته شده در بورس ملزم به اجرای این آئین نامه هستند [۲]. در واقع دلایل اصلی این امر از ضرورت بازگرداندن اعتماد سرمایه گذاران به فعالیت های تجاری از طریق شفافیت^۲، پاسخگویی^۳، انصاف^۴ و مسئولیت پذیری^۵ ناشی می شود. اما رویه های راهبری شرکت بین کشورهای مختلف یکسان نیست و هر کشور متناسب با عواملی چون سیستم های مالی و قانونی، ساختار مالکیت شرکت، فرهنگ و وضعیت اقتصادی اشخاص و سرمایه گذاران رویه های راهبری شرکت منحصر به فرد خود را داراست. اجرای مطلوب اصول راهبری شرکت نقش مهمی در

* ghasem.nosrat@gmail.com

1 - Sarbanes-Oxley Act

2 - Transparency

3 - Accountability

4 - justice

5 - Responsibility

6- Miller & Modigliani

7-Perfect

بیشتری را تولید می کنند. ایفک^۵ (۲۰۰۴) در تعریف راهبری شرکت عنوان می کند: راهبری شرکت، تعدادی مسئولیتها و شیوه‌های اعمال شده توسط هیئت مدیره و مدیران موظف با هدف مشخص کردن مسیر راهبردی است که تضمین کننده دستیابی به اهداف، کنترل ریسک‌ها به طور مناسب و مصرف منابع به طور مسئولانه، می باشد. در یک نگاه کلی حاکمیت شرکت، شامل ترتیبات حقوقی، فرهنگی و نهادی می شود که سمت و سوی حرکت و عملکرد شرکت‌ها را تعیین می کند. حاکمیت شرکتی، به مجموعه: فرایندها، رسمها، سیاستها، قوانین و نهادهایی گفته می شود که به روش یک شرکت از نظر: اداره، راهبری و یا کنترل تأثیر بگذارد. همچنین، حاکمیت شرکتی، روابط بین کنشگران متعدد (ذی نفعان) و هدفهایی را که بر اساس آنها شرکت اداره می شود دربر می گیرد. کنشگران اصلی، مدیریت عامل، سهامداران و هیئت مدیره هستند. سایر ذی نفعان عبارتند از: کارمندان، عرضه کنندگان کالا، مشتریان، بانکها و سایر وام دهندگان، قانون گذاران، محیط و به طور کلی جامعه.

گاتنر^۶ (۲۰۰۳) رشد شرکت‌ها را اینگونه تعریف کرده است: شرکت‌هایی که بتوانند در طی دوره مشخص (۵سال) در زمینه‌های ایجاد شغل، شیوه‌های کسب و کار و مدیریت سرمایه‌های انسانی، رشد و بهبود مستمر داشته باشند و این مشخصه‌ها، این شرکت‌ها را، با دیگر شرکت‌ها متمایز کند آن وقت می توان گفت که شرکت روند رو به رشدی داشته است. معیارهای رشد شرکت به عنوان یکی از ابزارهای مهم و اساسی در تصمیم‌گیری مدیریت برای انتخاب شیوه تامین مالی و حداکثرسازی ارزش شرکت است و این ابزار به سرمایه‌گذاران و سهامداران در تصمیم‌گیری، آگاهی و دانش می‌دهد [۱]. معیارهای مختلفی برای اندازه‌گیری رشد شرکت وجود دارد که در این تحقیق از سه معیار (رشد داراییها، رشد فروش، رشد سود) به عنوان معیارهای اندازه‌گیری رشد شرکت استفاده می شود.

دو و همکاران (۲۰۱۵)، لیوباتکین و همکاران (۲۰۰۳) و زهرا (۲۰۰۳) بیان داشتند که حاکمیت شرکتی یک شرکت به طور قابل توجهی بر انتخاب های استراتژیک رشد شرکت‌ها اثر می‌گذارد استراتژی‌های رشد مانند سرمایه‌گذاری‌های جدید داخلی و توسعه خارجی به خصوص از خطرات و عدم اطمینان برخوردار هستند [۱۳].

شرکت‌ها زمانی در محدودیت مالی هستند که بین مصارف داخلی و مصارف خارجی وجوه تخصیص داده شده با یک شکاف روبرو باشند. بنابراین تعریف، می توان تمام شرکت‌ها را به عنوان شرکت‌های دارای محدودیت مالی تلقی کرد، اما سطوح محدودیت‌های مالی متفاوت است. [۳]. در حالت کلی، شرکت‌های بدون محدودیت مالی و یا محدودیت مالی کمتر، آنهایی هستند که به طور نسبی از دارایی‌های با قابلیت نقدشوندگی بالا برخوردارند و خالص دارایی آنها بالا است. بنابراین، منظور از محدودیت‌های مالی، محدودیت‌هایی است که مانع تامین همه وجوه

به طور کامل کارا باشد، از طرفی، اداره شرکت‌ها در اختیار مدیرانی قرار دارد که مالک شرکت نبوده، منافع متفاوتی با صاحبان اصلی شرکت دارند (مسئله نمایندگی). در چنین حالتی، سرمایه‌گذاران نسبت به مدیران شرکت اعتماد لازم را نداشته، برای تامین مالی پروژه‌های سرمایه‌گذاری، نرخ بازده بیشتری را خواستار می‌شوند [۱۱]. از طرف دیگر سرمایه‌گذاران اطلاعات کمتری در مورد شرایط اقتصادی شرکت‌ها دارند و در بسیاری از موارد، ریسک سرمایه‌گذاری در شرکت‌ها را بیشتر از میزان واقعی ارزیابی می‌کنند [۸]. همچنین تامین مالی از منابع خارج از شرکت (انتشار سهام، اوراق قرضه) دارای هزینه‌های زیادی است که باعث می شود هزینه تامین مالی از نرخ بازده اسمی اعلام شده فراتر رود. این عوامل، شرکت‌ها را به استفاده روز افزون از منابع داخلی برای تامین مالی سرمایه‌گذاری‌های خود متمایل می نماید [۹]. همانگونه که اشاره گردید زمانی که شرکت‌ها با محدودیت مالی مواجه می باشند به دلیل اینکه هزینه‌های تامین مالی آنها افزایش می‌یابد لذا رشد شرکت با مشکل مواجه می‌شود و می‌توان بیان داشت که محدودیت‌های تامین مالی بر رابطه بین حاکمیت شرکتی و رشد شرکت تأثیرگذار می‌باشد. با توجه به مطالب ارائه شده تحقیق حاضر به دنبال پاسخ به این پرسش‌ها است که آیا بین حاکمیت شرکتی و رشد شرکت ارتباط وجود دارد؟ آیا محدودیت مالی بر ارتباط بین حاکمیت شرکتی و رشد شرکت تأثیر دارد؟

۲- مبانی نظری تحقیق

۲-۱- حاکمیت شرکتی، رشد شرکت و محدودیت مالی

چند پایگاه نظری عمده و متفاوت برای تبیین راهبری شرکت مطرح شده است. هریک از آنها با واژه‌های متفاوت و از جنبه‌های گوناگون که ناشی از زمینه علمی خاص هر گروه است به موضوع راهبری شرکت پرداخته‌اند. نظریه‌ی نمایندگی^۱ ناشی از زمینه مالی و اقتصادی، نظریه‌ی هزینه معاملات^۲ ناشی از اقتصاد و تئوری سازمانی و نظریه‌ی ذی نفعان^۳ ناشی از یک دیدگاه اجتماعی در مورد راهبری شرکت، می‌باشد (حساس‌یگانه، ۱۳۸۴). تعاریف گسترده‌تر راهبری شرکت بر سطح پاسخگویی وسیع‌تری نسبت به سهامداران و دیگر ذی‌نفعان تاکید دارند. تعاریف تری‌گر (۱۹۸۴)، مگینسون (۱۹۹۴) و رابرت مانکز و نلمینو (۱۹۹۵) که به گروه بیشتری از ذی‌نفعان تاکید دارند، از مقبولیت بیشتری نزد صاحبان نظران برخوردار هستند. تحقیقات تجربی سالمون^۴ (۲۰۰۴) موید این دیدگاه است که عملکرد مالی شرکت‌ها با اعمال حق راهبری شرکت آن‌ها رابطه مثبت دارد و مدیران بهتر، موجب راهبری شرکت بهتری می شوند و به ذی نفعان خود توجه می کنند. همچنین، مدیران بهتر شرکت‌ها را موثرتر کنترل می‌کنند و بازده مالی

۵- فدراسیون بین المللی حسابداران (IFAC) سازمانی جهانی برای حرفه حسابداری است. این سازمان در سال ۱۹۷۷ تشکیل و هم اکنون ۱۵۷ عضو از ۱۳۳ کشور جهان دارد که اعضای آن نماینده بیش از ۲/۵ میلیون حسابدارند.

6- Delmar, F. W. Gartner (2003)

1 - Agency Theory
2 - Cost Theory
3 - Stakeholder Theory
4 - Salomon and Salomon (2004)

سینک و همکاران (۲۰۱۷) در تحقیقی به بررسی رابطه بین حاکمیت شرکتی و رابطه‌های هیئت مدیره با رشد شرکت پرداختند. نتایج تحقیق ایشان نشان داد که بین حاکمیت شرکتی و رشد شرکت ارتباط مثبت و معنی‌داری وجود دارد. و از طرفی دیگر بین ارتباط هیئت مدیره و رشد شرکت ارتباط معنی‌داری وجود دارد.

۲-۲-۲- تحقیقات داخلی

وکیلی‌فرد و باوندپور (۱۳۸۹) در پژوهشی به تاثیر حاکمیت شرکتی بر عملکرد شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران پرداختند. در این پژوهش نمونه‌ای مشتمل بر ۹۴ شرکت در دوره مالی ۵ ساله از سال ۱۳۸۳ تا ۱۳۸۷ مورد تجزیه و تحلیل قرار گرفته است. نتایج حاصل از این تجزیه و تحلیل حاکی از این است که بین وجود سهامداران نهادی با عملکرد شرکتها رابطه معنی‌دار و مثبت وجود دارد، حضور سهامداران عمده در ساختار مالکیت شرکتها بر عملکرد آنها تاثیر چندانی ندارد. نسبت حضور اعضاء غیر موظف هیئت مدیره در ترکیب هیئت مدیره با عملکرد شرکتها رابطه معنی‌دار و معکوس دارد و همچنین کیفیت اطلاعات مالی رابطه با عملکرد شرکتها ندارد. خواجوی و صالح نیا (۱۳۹۲) در پژوهشی به بررسی رابطه محدودیت‌های مالی و رشد شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران طی سال‌های ۱۳۸۱ تا ۱۳۹۰ پرداختند. نتایج پژوهش نشان می‌دهد که بین محدودیت‌های مالی و رشد شرکت رابطه منفی معنی‌داری وجود دارد هم چنین بین اندازه شرکت و رشد شرکت رابطه مستقیم و بین نسب سود تقسیمی به کل داراییهای شرکت رابطه معکوس وجود دارند. صادقی و همکاران (۱۳۹۲) در پژوهشی به بررسی تاثیر حاکمیت شرکتی با توجه به محدودیت‌های تامین مالی بر حساسیت سرمایه‌گذاری جریان وجوه نقد پرداختند. جامعه آماری پژوهش، شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران از ابتدای سال ۱۳۸۵ تا پایان سال ۱۳۹۰ می‌باشند که تعداد ۶۰ شرکت به عنوان نمونه آماری استفاده شده است. نتایج پژوهش حاکی از آن است که متغیرهای ساختار هیئت مدیره و تمرکز مالکیت بر حساسیت سرمایه‌گذاری جریان وجوه نقد با توجه به محدودیت‌های تامین مالی تاثیر معنی‌داری دارند. دستگیر و هنرمند (۱۳۹۳) در پژوهشی به بررسی تاثیر ساز و کارهای حاکمیت شرکتی بر کارایی مدیریت سرمایه در گردش در بین شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران پرداختند. نتایج پژوهش نشان می‌دهد ساز و کارهای حاکمیت شرکتی تا حدودی در بهبود کارایی مدیریت سرمایه در گردش اثر گذار است. رحیمیان و جان فدا (۱۳۹۳) در تحقیقی به بررسی تاثیر سازوکارهای نظام راهبری شرکتی بر محدودیت‌های مالی شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران پرداختند. نمونه مورد استفاده ایشان، مشتمل بر ۱۰۲ شرکت پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران طی سال‌های ۱۳۸۶ تا ۱۳۹۰ بود نتایج پژوهش نشان می‌دهد که تعداد سهامداران عمده و استقلال هیئت مدیره، تاثیر افزایشی و معنادار بر محدودیت‌های مالی شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران دارند.

مورد نیاز برای سرمایه‌گذاری مطلوب برای شرکتها می‌گردد. البته این ابهام وجود دارد که شاید اختلاف بین هزینه‌های داخلی و خارجی به علت اطلاعات درونی می‌باشد. محدودیت‌های مالی به دو دسته محدودیت‌های مالی داخلی و خارجی قابل تقسیم می‌باشند. اختصاص منابع مالی عمده به پروژه‌های سرمایه‌گذاری، مستلزم اتخاذ استراتژی‌های تامین مالی از سوی شرکتها می‌باشد که بر روی ساختار مطلوب سرمایه موثر خواهد بود. به طور کلی دو رویکرد بر ساختار سرمایه حاکم است. رویکرد اول، رویکرد سنتی است و بر این فرض استوار است که ساختار مطلوب سرمایه وجود دارد و می‌توان ارزش شرکت را از طریق استفاده فزاینده از اهرم افزایش داد. رویکرد دیگر رویکرد نوین است و بر این فرض استوار است که عوامل زیادی بر تعیین میزان استفاده از بدهی و سهام توسط شرکتها موثر هستند [۵].

۲-۲-۲- پیشینه پژوهش

۲-۲-۱- تحقیقات خارجی

کاپوپولوس و لازاری تو^۱ (۲۰۰۷) در تحقیقی به بررسی تاثیر ساختار مالکیت بر عملکرد شرکت با استفاده از اطلاعات ۱۷۵ شرکت یونانی پرداخت. یافته‌های تحقیق نشان می‌دهد که ساختار مالکیت متمرکز به گونه‌ای مثبت با سودآوری بالاتر شرکت ارتباط دارد و برای کسب سودآوری بالاتر به مالکیت با پراکندگی کمتر نیاز است. تاسیا و گو^۲ (۲۰۰۷) در تحقیقی، ارتباط بین مالکیت نهادی و عملکرد شرکت را برای سالهای ۱۹۹۹ تا ۲۰۰۳ مورد پژوهش قرار دادند. آنها نشان دادند که سرمایه‌گذاران نهادی ممکن است به سرمایه‌گذاران کمک کنند تا مسائل نمایندگی حاصله از تفکیک مدیریت و مالکیت را کاهش دهند. بنجامین هیکویا^۳ (۲۰۰۹) تحقیقی تحت عنوان ساختار راهبری شرکت و عملکرد شرکتها در کشور نیجریه انجام دادند که نتایج تحقیق نشان می‌دهد، بین تمرکز مالکیت و عملکرد رابطه مثبت وجود دارد. دیدایر و اسجامکلو^۴ (۲۰۱۳) در تحقیقی به بررسی رابطه بین تامین مالی و رشد شرکت پرداختند. جامعه آماری ایشان شامل شرکت‌های چینی و هندی بود. نتایج تحقیق ایشان نشان داد که شرکت‌هایی که از طریق افزایش سرمایه اقدام به تامین مالی کرده‌اند دارای رشد بهتری نسبت به شرکت‌هایی می‌باشند که از طریق تامین مالی خارجی (دریافت وام) اقدام به تامین مالی کرده اند می‌باشند. شاکار و هاسیچ^۵ (۲۰۱۶) در تحقیقی به بررسی رابطه بین حاکمیت شرکتی و عملکرد شرکت و رشد اقتصادی آنها پرداختند. نتایج حاصل از تحقیق ایشان نشان داد که حاکمیت شرکتی بر عملکرد شرکت تاثیر معنی‌داری دارد و همچنین با توجه به یافته‌های تحقیق می‌توان بیان داشت که حاکمیت شرکتی بر رشد اقتصادی شرکتها نیز تاثیرگذار می‌باشد.

1 - Kapopoulose and Lazaretou (2007)

2 - Tasia and Gu (2007)

3 - Benjamin I. Ehikeya (2009)

4 - Didayer and S jamklo (2013)

5 - Shakar and Hasich (2010)

روش‌های مناسبی استفاده شده است که در این بخش به تشریح آنها می‌پردازیم. در این پژوهش از مدل‌های زیر برای آزمون فرضیه‌ها استفاده گردیده است:

مدل (۱) برای آزمون فرضیه ۱

$$\text{Growth}_{i,t} = \alpha + \beta_1 (\text{CG})_{i,t} + \beta_2 (\text{size})_{i,t} + \beta_3 (\text{lev})_{i,t} + \beta_4 (\text{ACP})_{i,t} + \beta_5 (\text{ATO})_{i,t} + \beta_6 (\text{Q})_{i,t} + \beta_7 (\text{ROI})_{i,t} + \epsilon_i$$

مدل (۲) برای آزمون فرضیه ۲

$$\text{Growth}_{i,t} = \alpha + \beta_1 (\text{CG})_{i,t} + \beta_2 (\text{FC})_{i,t} + \beta_3 (\text{CG} * \text{FC})_{i,t} + \beta_4 (\text{size})_{i,t} + \beta_5 (\text{lev})_{i,t} + \beta_6 (\text{ACP})_{i,t} + \beta_7 (\text{ATO})_{i,t} + \beta_8 \text{Q}_{i,t} + \beta_9 (\text{ROI})_{i,t} + \epsilon_i$$

که در مدل‌های فوق:

Growth: رشد شرکت ; CG: شاخص‌های حاکمیت شرکتی

FC: محدودیت‌های تامین مالی ; size: اندازه ; Lev: اهرم مالی

شرکت ; ACP: دوره وصول مطالبات ATO ; نسبت گردش دارایی‌ها

ROI: نرخ بازده سرمایه‌گذاری.

۱-۷- متغیر مستقل

حاکمیت شرکتی: در یک نگاه کلی حاکمیت شرکت، شامل ترتیبات حقوقی، فرهنگی و نهادی می‌شود که سمت و سوی حرکت و عملکرد شرکت‌ها را تعیین می‌کند. در این تحقیق از مکانیزم‌های زیر به عنوان بازیگران نقش حاکمیت شرکت استفاده شده است.

۱- مالکیت سهامداران نهادی: مطابق تعریفی که بوش از مالکیت نهادی ارائه کرده است، سرمایه‌گذاران نهادی، سرمایه‌گذاران بزرگ نظیر بانکها، شرکت‌های بیمه، شرکت‌های سرمایه‌گذاری و غیره هستند. علاوه بر این مطابق با تعریف بند ۲۷ ماده قانون اوراق بهادار جمهوری اسلامی ایران، از سرمایه‌گذاران نهادی، هر شخص حقیقی یا حقوقی که بیش از ۵ درصد و یا بیش از ۵ میلیارد از ارزش اسمی اوراق بهادار در دست انتشار را خریداری کند نیز جزء این گروه از سرمایه‌گذاران محسوب می‌شوند. با توجه به این تعاریف درصد مالکیت این سرمایه‌گذاران از سهام شرکت به عنوان مالکان نهادی شرکت محاسبه می‌شوند. طبق بند ۲۱ ماده ۱ قانون بازار اوراق بهادار ایران سرمایه‌گذاران نهادی عبارتند از: بانک‌ها و بیمه‌ها، هلدینگ‌ها، شرکت‌های سرمایه‌گذاری، صندوق بازنشستگی، شرکت تامین سرمایه و صندوق‌های سرمایه‌گذاری ثبت شده نزد سازمان بورس اوراق بهادار. نحوه محاسبه آن، درصد سهام نگهداری شده بوسیله سهامداران نهادی می‌باشد.

۲- تمرکز مالکیت: در این تحقیق به منظور اندازه‌گیری تمرکز مالکیت از شاخص هرفیندال هریشمن استفاده می‌شود که به صورت زیر می‌باشد:

$$\text{HHI} = \sum_{i=1}^{N_i} (\text{SHARE}_i)^2$$

در این رابطه، SHARE درصد سهام تحت تملک سهامدار i در شرکت می‌باشد. در این پژوهش، درصد مالکیت بزرگتر و مساوی ۵ درصد در محاسبه شاخص هرفیندال - هریشمن در نظر گرفته شده است هر چقدر این شاخص بیشتر باشد، بیانگر تمرکز بیشتر و حضور تعداد اندکی سهامدار عمده در ساختار مالکیت شرکت است و برعکس [۶].

خواجوی و صالحی نیا (۱۳۹۴) در تحقیقی به بررسی رابطه بین محدودیت های مالی و رشد شرکت پرداختند. که نتایج تحقیق ایشان نشان داد که بین محدودیت های مالی و رشد داراییها و رشد فروش رابطه معکوس و معنی داری وجود دارد.

۳- فرضیه‌های پژوهش

فرضیه اصلی اول: بین حاکمیت شرکتی و رشد شرکت ارتباط وجود دارد. فرضیه فرعی ۱-۱: بین تمرکز مالکیت و رشد شرکت ارتباط وجود دارد. فرضیه فرعی ۱-۲: بین درصد مالکیت نهادی و رشد شرکت ارتباط وجود دارد.

فرضیه اصلی دوم: محدودیت مالی بر ارتباط بین حاکمیت شرکتی و رشد شرکت تاثیر دارد.

فرضیه فرعی ۲-۱: محدودیت مالی بر ارتباط بین تمرکز مالکیت و رشد شرکت تاثیر دارد.

فرضیه فرعی ۲-۲: محدودیت مالی بر ارتباط بین درصد مالکیت نهادی و رشد شرکت تاثیر دارد.

۴- قلمرو زمانی پژوهش

محدوده‌ی زمانی تحقیق، اطلاعات مالی مربوط به عملکرد سال‌های مالی ۱۳۸۹ الی ۱۳۹۴ شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران می‌باشد.

۵- جامعه و نمونه آماری پژوهش

جامعه آماری این پژوهش شامل شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، و برای دوره زمانی ۱۳۸۹ تا ۱۳۹۴ می‌باشد. در این پژوهش با توجه به شرایط متغیرها از روش نمونه‌گیری حذف سیستماتیک برای رسیدن به نمونه استفاده گردیده که معیارهای اعمال شده برای انتخاب نمونه به شرح زیر است:

- ۱- شرکت‌ها جزء شرکت‌های حاضر در بورس اوراق بهادار تهران باشند. ۲-
- شرکت‌ها باید قبل از سال ۱۳۸۹ در بورس اوراق بهادار تهران پذیرفته شده باشند. ۳-
- اطلاعات مورد نیاز از تاریخ ۱۳۸۹ لغایت ۱۳۹۴ موجود باشد. ۴- به منظور رعایت همسانی تاریخ گزارشگری و حذف اثرات فصلی، دوره مالی آنها منتهی به پایان سال شمسی باشد. ۵-
- شرکت‌ها جزء بانک‌ها و موسسات مالی (شرکت‌های سرمایه‌گذاری، واسطه‌گری مالی، هلدینگ و لیزینگ‌ها) نباشند. ۶-
- شرکت‌های مورد بررسی زیان‌ده نباشند. پس از حذف سیستماتیک تعداد ۱۲۱ شرکت به عنوان شرکت‌های نمونه انتخاب گردید.

۶- روش شناسی تحقیق

این تحقیق از لحاظ هدف جزء تحقیقات کاربردی بوده و از لحاظ روش شناسی از نوع تحقیقات همبستگی پس رویدادی می‌باشد.

۷- متغیرهای تحقیق و نحوه سنجش آنها

در این تحقیق جهت محاسبه برخی متغیرهای کلیدی تحقیق از مدل‌ها و

۲-۷- متغیرهای وابسته

رشد شرکت: در این تحقیق جهت اندازه گیری رشد شرکت از سه معیار رشد سود و رشد دارایی و رشد فروش استفاده می گردد. برای این منظور، نرخ رشد با استفاده از میانگین هندسی رشد (فروش، دارایی و سود) طی سال های ۱۳۸۸ تا ۱۳۹۳ به شرح زیر محاسبه شده است:

$$G = \left(\frac{V_t}{V_0} \right)^{\frac{1}{4}} - 1$$

که در فرمول فوق: G : رشد شرکت؛ $V_t =$ (سود، دارایی، فروش) در سال مورد نظر V_0 برابر است با ارزش متغیر در ۴ سال بعد. بدین ترتیب g بدست آمده برابر است با نرخ رشد مرکب سالانه که بصورت سری زمانی محاسبه شده است.

۳-۷- متغیر تعدیل گر

محدودیت های مالی: شرکت ها زمانی در محدودیت مالی هستند که بین مصارف داخلی و مصارف خارجی وجوه تخصیص داده شده با یک شکاف روبرو باشند. بنابر این تعریف، می توان تمام شرکت ها را به عنوان شرکت های دارای محدودیت مالی تلقی کرد، اما سطوح محدودیت های مالی متفاوت است. شرکت های با محدودیت مالی کمتر، آنهایی هستند که از دارایی های با قابلیت نقدشوندگی بالاتری برخوردارند و خالص دارایی آنها بالا است. در این تحقیق برای اندازه گیری محدودیت مالی از شاخص کاپلان و زینگلاس که توسط راعی و حصارزاده (۱۳۸۸) بومی سازی شده است به شرح زیر استفاده می شود:

$$KZ = 17.33 - 37.486 \times \left[\frac{CashHold_{i,t}}{TotalAssets_{i,t}} \right] - 1.521 \times \left[\frac{Div_{i,t}}{TotalAssets_{i,t}} \right] + 3.39 \times \left[\frac{Debt_{i,t}}{TotalCapital_{i,t}} \right] - 1.402 \times \left[\frac{M_{i,t}}{B_{i,t}} \right]$$

Cash Flow_{i,t}: خالص جریان وجه نقد شرکت تقسیم بر کل داراییهای شرکت. Total Asset_{i,t}: کل دارایی های شرکت.

Debt_{i,t}: کل بدهی های شرکت. Total Capital_{i,t}: کل خالص ارزش دفتری شرکت. Div_{i,t}: سود تقسیمی شرکت. Cash_{i,t}: وجوه نقد هر دوره.

$CashHold_{i,t} = (Cash + ShortTermInvestment)$
Short Term Investment_{i,t}: میزان سرمایه گذاری کوتاه مدت در هر دوره.

روش استفاده از این شاخص بدین ترتیب است که ابتدا مقادیر واقعی را در معادله شاخص KZ وارد نموده، مقدار KZ محاسبه می شود. مقادیر از کوچک ترین به بزرگ ترین مرتب و سپس به پنج قسمت تقسیم شده اند که می توان شرکت های موجود در پنجم چهارم و پنجم را به عنوان شرکت های دارای محدودیت در تامین مالی شناسایی نمود.

۴-۷- متغیرهای کنترلی

جهت کاهش تاثیر سایر عوامل بر متغیر وابسته از متغیرهای کنترلی به شرح زیر استفاده می شود:

اندازه شرکت: برای کنترل ویژگیهای متفاوت شرکت های نمونه آماری در تحقیقات مالی، از یک متغیر کنترلی استفاده می شود. محققان معیارهای

گونگونی برای اندازه شرکت ها در نظر گرفته اند. در این تحقیق جهت وارد نمودن اندازه شرکت ها در الگوی آزمون فرضیات از لگاریتم ارزش بازار شرکت استفاده شده است.

(قیمت سهام × تعداد سهام) = ارزش بازار سهام

اهرم مالی: مدیران شرکت ها به دلیل مزایای تامین مالی از طریق بدهی، تمایل دارند از این طریق نیازهای مالی شرکت را تامین کنند، اما تامین مالی از طریق بدهی، هزینه بهره را در پی دارد و این موضوع باعث خواهد شد که شرکتها بخشی از درآمدهای خود را در سالهای آینده صرف پرداخت هزینه های تامین مالی کنند. در نتیجه، رشد آینده آنها کاهش خواهد یافت. اهرم مالی در این پژوهش از طریق رابطه زیر بدست می آید:

کل داراییها / کل بدهیها = اهرم مالی

نسبت گردش دارایی ها: این نسبت بصورت درصد بیان می شود. این نسبت نشانگر میزان گردش داراییها شرکت و توان مدیریت در به کارگیری منابع می باشد که به صورت زیر محاسبه می گردد:

متوسط مجموع داراییها / فروش = نسبت گردش داراییها

متوسط دوره وصول مطالبات: این نسبت معرف روز است. این نسبت نشان می دهد که حسابهای دریافتی تجاری معادل چند روز فروش روزانه شرکت می باشد. بالا بودن چنین نسبتی نشانگر آن است که شرکت کالاهای خود را با شرایط نسیه قابل ملاحظه می فروشد و یا در وصول مطالبات خود پی گیری موثری را به انجام نمی رساند. که به صورت زیر اندازه گیری می شود:

میانگین فروش روزانه / حسابهای دریافتی تجاری = متوسط دوره وصول مطالبات فرصت های رشد: در این تحقیق به پیروی از مطالعات خواجهی و همکاران (۱۳۹۳) از متغیر کیوتوبین به عنوان متغیر کنترلی استفاده می شود. در این تحقیق نسبت Q توبین (MTB) با استفاده از رابطه زیر محاسبه می شود:

ارزش دفتری داراییها / (ارزش دفتری بدهیها + ارزش بازار حقوق صاحبان سهام) = Q توبین

نرخ بازده سرمایه گذاری: نسبت نرخ بازده سرمایه گذاری در واقع بیانگر این مطلب است که قابلیت عملکرد شرکت تا چه اندازه به کل دارایی های آن ارتباط دارد [۱۵]. این نسبت به صورت زیر محاسبه می شود:

جمع داراییها × سود عملیاتی = نرخ بازده سرمایه گذاری

۸- یافته های تحقیق

۸-۱- آزمون نرمال بودن داده ها

جهت استفاده از آزمون ها و روش های پارامتریک می بایست داده های تحقیق نرمال باشند، در غیر این صورت، باید از روش های ناپارامتریک به منظور تجزیه و تحلیل و آزمون فرضیه ها استفاده گردد. برای بررسی نرمال بودن توزیع نمرات متغیرها از آزمون کولموگروف - اسمیرنوف استفاده شده است. فرض صفر در این آزمون نرمال بودن توزیع متغیر است. اگر سطح معنی داری آزمون بزرگتر از ۰.۰۵ باشد فرض صفر تایید شده و نتیجه می گیریم که توزیع متغیر مورد نظر نرمال می باشد.

جدول (۱): نتایج آزمون کولموگوروف - اسمیرنوف

متغیرها	آماره کولموگوروف - اسمیرنوف	مقدار احتمال
رشد داراییها	۰/۰۳۷	۰/۰۵۲
رشد فروش	۰/۰۳۴	۰/۰۵۹
رشد سود	۰/۰۳۲	۰/۰۶۸
درصد مالکیت نهادی	۰/۱۳۵	۰/۰۰۰
تمرکز مالکیت	۰/۱۰۷	۰/۰۰۰
کیوتوبین	۰/۱۵۳	۰/۰۰۰
متوسط دوره وصول مطالبات	۰/۲۵۱	۰/۰۰۰
نسبت گردش دارایی ها	۰/۱۷۵	۰/۰۰۰
اهرم مالی	۰/۰۵۹	۰/۰۰۰
بازده سرمایه گذاری	۰/۰۹۷	۰/۰۰۰
اندازه شرکت	۰/۰۵۶	۰/۰۰۰

چون در تحلیل رگرسیون نرمال بودن متغیر وابسته مد نظر قرار می گیرد، با توجه به سطوح معنی داری به دست آمده نتیجه می گیریم که معیارهای رشد شرکت (متغیر وابسته) دارای توزیع نرمال می باشند (سطح معنی داری بزرگتر از ۰/۰۵).

۸-۲- تجزیه و تحلیل فرضیه اول

فرضیه ۱-۱ بیان می دارد: بین تمرکز مالکیت و رشد شرکت ارتباط وجود دارد.

جدول (۲): نتایج آزمون فرضیه ۱-۱

رشد سود		رشد فروش		رشد داراییها		نام متغیر
Prob.	ضرایب (Coefficient)	Prob.	ضرایب (Coefficient)	Prob.	ضرایب (Coefficient)	
۰/۰۳۶۲	۰/۴۹۳۰۶۲	۰/۳۵۰۹	۰/۱۵۲۹۱۸	۰/۰۰۰۰	-۰/۱۹۹۴۶۳	مقدار ثابت
۰/۷۷۸۳	۰/۰۱۴۷۰۰	۰/۰۰۰۰	۰/۲۴۱۸۱۰	۰/۰۰۰۳	۰/۰۵۰۸۸۱	تمرکز مالکیت
۱/۵۱۶۴۹	دوربین واتسن	۱/۷۷۸۵۷	دوربین واتسن	۱/۸۰۷۳۸	دوربین واتسن	دوربین واتسن
سطح معنی داری ۰/۰۰۰	۴/۴۶۱۱۳۱	سطح معنی داری ۰/۰۰۰	۴/۲۰۲۲۲۰	سطح معنی داری ۰/۰۰۰	۳۵/۹۴۳۰۳	آماره F
سطح معنی داری ۰/۰۰۰	۴/۲۴۳۱۳۱	سطح معنی داری ۰/۰۰۰	۷/۵۸۹۶۶۱	سطح معنی داری ۰/۰۰۰	۲/۶۱۶۴۳۶	ناهمسانی واریانس
سطح معنی داری ۰/۶۲۰۹	۵/۳۲۰۲۸۱	سطح معنی داری ۰/۱۰۶۴	۱۱/۸۲۷۴۰۴	سطح معنی داری ۰/۰۰۰	۵۸/۷۶۱۱۰۰	آماره اچ هاسمن
سطح معنی داری ۰/۰۰۰	۳/۹۸۵۱۸۸	سطح معنی داری ۰/۰۰۰	۳/۱۹۳۷۲۰	سطح معنی داری ۰/۰۰۰	۶/۸۹۴۷۴۵	آماره اف لیمر

می باشد. بنابراین پس از رفع مشکل ناهمسانی واریانس تخمین نهایی ارائه می گردد. در مرحله بعد با توجه به اینکه آماره F دارای سطح معناداری زیر (۵ درصد) می باشد، بنابراین رگرسیون قدرت تبیین دارد. همچنین آماره دوربین واتسون بدست آمده نشان می دهد که خود همبستگی سریالی میان جملات باقی مانده های الگوی تحقیق وجود ندارد. همچنین چون سطح معناداری تمرکز مالکیت (متغیر مستقل) در رشد داراییها و رشد فروش کمتر از ۵ درصد می باشد، بنابراین می توان گفت که بین تمرکز مالکیت و رشد داراییها و رشد فروش ارتباط وجود دارد و همچنین چون سطح معناداری تمرکز مالکیت (متغیر مستقل) در رشد سود بیشتر از ۵ درصد می باشد، بنابراین می توان گفت که بین تمرکز مالکیت و رشد سود ارتباط وجود ندارد.

فرضیه ۱-۲ بیان می دارد: بین درصد مالکیت نهادی و رشد شرکت ارتباط وجود دارد.

با توجه به نتایج آزمون فرضیه ۱-۱ که در جدول (۲) ارائه شده است، قبل از برآزش مدل، آزمون چاو (F لیمر) برای انتخاب از بین روش های داده های پانل در مقابل روش داده های پولد انجام شد. و با توجه به نتایج بدست آمده روش داده های پانلی نسبت به روش داده های پولد ارجحیت دارد. سپس برای تشخیص اثرات ثابت یا اثرات تصادفی بودن واحدهای مقطعی از آزمون اچ هاسمن استفاده گردید. باتوجه به اینکه سطح معناداری آماره اچ هاسمن در رشد داراییها کمتر از سطح خطای مورد پذیرش (۵ درصد) بوده، بنابراین روش رگرسیون با اثرات ثابت ارجحیت دارد و همچنین با توجه به اینکه سطح معناداری آماره اچ هاسمن در رشد فروش و رشد سود بیشتر از سطح خطای مورد پذیرش (۵ درصد) بوده، بنابراین روش رگرسیون با اثرات تصادفی ارجحیت دارد. همچنین برای تشخیص وجود ناهمسانی واریانس از آزمون اف وایت استفاده شد. با توجه به اینکه سطح معناداری آماره اف وایت، ۰/۰۰۰ بوده، این موضوع بیانگر این است که رگرسیون دارای ناهمسانی واریانس

جدول (۳) نتایج آزمون فرضیه ۱-۲

رشد سود		رشد فروش		رشد داراییها		نام متغیر
Prob.	ضرایب (Coefficient)	Prob.	ضرایب (Coefficient)	Prob.	ضرایب (Coefficient)	
۰/۰۷۲۱	۰/۴۱۸۱۷۰	۰/۳۰۷۰	۰/۰۶۶۲۲۳	۰/۰۰۰۰	-۰/۲۰۱۴۷۰	مقدار ثابت
۰/۰۰۷۵	۰/۱۶۰۲۵۸	۰/۰۷۷۶	۰/۰۳۸۵۷۴	۰/۰۰۰۸	۰/۰۳۴۲۵۴	درصد مالکیت نهادی
۱/۰۵۴۲۳۸	دوربین واتسن	۱/۷۷۸۰۷	دوربین واتسن	۱/۰۵۹۱۴۷	دوربین واتسن	دوربین واتسن
سطح معنی داری ۰/۰۰۰	۴/۵۷۰۳۳۳	سطح معنی داری ۰/۰۰۰	۱۰/۲۸۸۶۱	سطح معنی داری ۰/۰۰۰	۳۵/۵۹۴۹۸	آماره F
سطح معنی داری ۰/۰۰۰	۷/۷۳۳۵۶۵	سطح معنی داری ۰/۰۰۰	۷/۵۲۳۱۰۵	سطح معنی داری ۰/۰۰۰	۲/۶۸۰۴۵۵	ناهمسانی واریانس
سطح معنی داری ۰/۴۹۳۲	۶/۴۰۶۴۷۷	سطح معنی داری ۰/۰۳۳۷	۱۳/۸۵۹۶۴۶	سطح معنی داری ۰/۰۰۰	۷۸/۹۳۲۳۰۹	آماره اچ هاسمن
سطح معنی داری ۰/۰۰۰	۴/۱۸۱۵۷۳	سطح معنی داری ۰/۰۰۰	۳/۰۴۶۱۱۰	سطح معنی داری ۰/۰۰۰	۷/۷۱۱۹۳۶	آماره اف لیمر

معناداری زیر (۵ درصد) می باشد، بنابراین رگرسیون قدرت تبیین دارد. همچنین آماره دوربین واتسون بدست آمده نشان می دهد که خود همبستگی سریالی میان جملات باقی مانده های الگوی تحقیق وجود ندارد. همچنین چون سطح معناداری مالکیت نهادی (متغیر مستقل) در رشد داراییها و رشد سود کمتر از ۵ درصد می باشد، بنابراین می توان گفت که بین مالکیت نهادی و رشد داراییها و رشد سود ارتباط وجود دارد و همچنین چون سطح معناداری تمرکز مالکیت (متغیر مستقل) در رشد فروش بیشتر از ۵ درصد می باشد، بنابراین می توان گفت که بین تمرکز مالکیت و رشد فروش ارتباط وجود ندارد.

۱-۳- تجزیه و تحلیل فرضیه دوم

فرضیه ۲-۱ بیان می دارد: محدودیت مالی بر ارتباط بین تمرکز مالکیت و رشد داراییها تاثیر دارد.

با توجه به نتایج آزمون فرضیه ۱-۲ که در جدول (۳) ارائه شده است، قبل از برآزش مدل، آزمون چاو (F لیمر) برای انتخاب از بین روش های داده های پانل در مقابل روش داده های پولد انجام شد و با توجه به نتایج بدست آمده داده های پانلی نسبت به روش داده های پولد ارجحیت دارد. سپس برای تشخیص اثرات ثابت یا اثرات تصادفی بودن واحدهای مقطعی از آزمون اچ هاسمن استفاده گردید. با توجه به اینکه سطح معناداری آماره اچ هاسمن کمتر از سطح خطای مورد پذیرش (۵ درصد) بوده، بنابراین روش رگرسیون با اثرات ثابت نسبت به روش رگرسیون با اثرات تصادفی ارجحیت دارد. همچنین برای تشخیص وجود ناهمسانی واریانس از آزمون اف وایت استفاده شد. با توجه به اینکه سطح معناداری آماره اف وایت، ۰/۰۰۰ بوده، این موضوع بیانگر این است که رگرسیون دارای ناهمسانی واریانس می باشد. بنابراین پس از رفع مشکل ناهمسانی واریانس تخمین نهایی ارائه می گردد. در مرحله بعد با توجه به اینکه آماره F دارای سطح

جدول (۴) نتایج آزمون فرضیه ۱-۲

رشد سود		رشد فروش		رشد داراییها		نام متغیر
Prob.	ضرایب (Coefficient)	Prob.	ضرایب (Coefficient)	Prob.	ضرایب (Coefficient)	
۰/۶۵۱	۰/۴۸۵۶۸۸	۰/۷۹۱۰	۰/۰۴۸۵۹۸	۰/۰۰۰۰	-۰/۱۸۱۴۴۴	مقدار ثابت
۰/۵۹۷۰	-۰/۰۳۲۵۹۰	۰/۰۰۰۰	۰/۲۶۸۴۱۳	۰/۰۳۹۱	۰/۰۳۷۶۸۸	تمرکز مالکیت
۰/۲۳۸	-۰/۱۰۴۷۸۱	۰/۳۵۶۱	۰/۰۴۳۷۹۲	۰/۴۰۹۳	-۰/۰۱۶۵۵۸	محدودیت مالی
۰/۱۷۹۳	۰/۱۲۰۹۶۳	۰/۱۹۹۶	-۰/۰۸۰۵۷۸	۰/۱۷۷۳	۰/۰۳۸۳۳۳	تمرکز مالکیت* محدودیت مالی
۱/۵۱۷۸۷	دوربین واتسن	۱/۷۷۵۷۵	دوربین واتسن	۱/۸۰۴۷	دوربین واتسن	دوربین واتسن
سطح معنی داری ۰/۰۰۰	۴/۴۱۴۰۷۴	سطح معنی داری ۰/۰۰۰	۴/۱۵۵۶۱۲	سطح معنی داری ۰/۰۰۰	۲۸/۴۲۲۴۵	آماره F
سطح معنی داری ۰/۰۰۰	۸/۷۸۹۴۷۰	سطح معنی داری ۰/۰۰۰	۸/۰۶۸۹۶۰	سطح معنی داری ۰/۰۰۰	۸/۶۱۱۳۴۵	ناهمسانی واریانس
سطح معنی داری ۰/۶۱۶۹	۷/۱۹۴۴۲۹	سطح معنی داری ۰/۲۱۵۱	۱۱/۹۶۸۹۲۵	سطح معنی داری ۰/۰۰۰	۵۲/۹۶۴۲۳۰	آماره اچ هاسمن
سطح معنی داری ۰/۰۰۰	۴/۰۰۰۸۸۲	سطح معنی داری ۰/۰۰۰	۳/۸۵۷۲۹	سطح معنی داری ۰/۰۰۰	۶/۸۱۶۹۱۶	آماره اف لیمر

بیانگر این است که رگرسیون دارای ناهمسانی واریانس می‌باشد. بنابراین پس از رفع مشکل ناهمسانی واریانس تخمین نهایی ارائه می‌گردد. در مرحله بعد با توجه به اینکه آماره F دارای سطح معناداری زیر (۵ درصد) می‌باشد، بنابراین رگرسیون قدرت تبیین دارد. همچنین آماره دوربین واتسون بدست آمده نشان می‌دهد که خود همبستگی سریالی میان جملات باقی مانده‌های الگوی تحقیق وجود ندارد. همچنین چون سطح معناداری تاثیر همزمان تمرکز مالکیت و محدودیت مالی (متغیر مستقل) بیشتر از ۵ درصد می‌باشد، بنابراین می‌توان گفت که محدودیت مالی بر رابطه بین تمرکز مالکیت و رشد داراییها تاثیر ندارد. فرضیه ۲-۲ بیان می‌دارد: محدودیت مالی بر ارتباط بین درصد مالکیت نهادی و رشد شرکت تاثیر دارد.

با توجه به نتایج آزمون فرضیه ۱-۲ که در جدول (۴) ارائه شده است، قبل از برآزش مدل، آزمون چاو (F لیمر) برای انتخاب از بین روش های داده های پانل در مقابل روش داده های پولد انجام شد و با توجه به نتایج بدست آمده روش داده‌های پانلی نسبت به روش داده‌های پولد ارجحیت دارد. سپس برای تشخیص اثرات ثابت یا اثرات تصادفی بودن واحدهای مقطعی از آزمون اچ هاسمن استفاده گردید. با توجه به اینکه سطح معناداری آماره اچ هاسمن در رشد داراییها کمتر از سطح خطای مورد پذیرش (۵درصد) بوده، بنابراین روش رگرسیون با اثرات ثابت ارجحیت دارد و همچنین با توجه به اینکه سطح معناداری آماره اچ هاسمن در رشد فروش و در رشد سود بیشتر از سطح خطای مورد پذیرش (۵درصد) بوده، بنابراین روش رگرسیون با اثرات تصادفی ارجحیت دارد. همچنین برای تشخیص وجود ناهمسانی واریانس از آزمون اف وایت استفاده شد. با توجه به اینکه سطح معناداری آماره اف وایت، ۰/۰۰۰ بوده، این موضوع

جدول (۵) نتایج آزمون فرضیه اصلی ۲-۲

رشد سود		رشد فروش		رشد داراییها		نام متغیر
Prob.	ضرایب (Coefficient)	Prob.	ضرایب (Coefficient)	Prob.	ضرایب (Coefficient)	
۰/۰۹۵۶	۰/۴۳۷۸۱۸	۰/۳۴۸۰	۰/۱۷۸۴۸۸	۰/۰۰۰۰	-۰/۱۷۲۳۰۱	مقدار ثابت
۰/۸۰۶۵	۰/۲۴۸۸۳	۰/۶۰۶	۰/۱۰۳۳۵۹	۰/۲۵۴۱	-۰/۰۱۵۴۵۵	درصد مالکیت نهادی
۰/۱۰۸۴	۰/۰۷۰۵۳۵	۰/۵۹۳۶	-۰/۰۱۶۹۶۹	۰/۹۳۷۶	۰/۰۰۱۰۴۰	محدودیت مالی
۰/۰۱۲۷	-۰/۱۷۵۹۷۳	۰/۸۵۰۴	-۰/۰۰۹۶۲۱	۰/۶۸۹۰	۰/۰۰۸۴۷۹	درصد مالکیت نهادی* محدودیت مالی

دوربین واتسن	دوربین واتسن	دوربین واتسن	دوربین واتسن	دوربین واتسن	دوربین واتسن
۱/۵۲۸۷۸	۱/۷۷۷۱۳	۱/۵۷۲۹۷	۱/۵۷۲۹۷	۱/۵۷۲۹۷	۱/۵۲۸۷۸
سطح معنی داری ۰/۰۰۰	سطح معنی داری ۰/۰۰۰	سطح معنی داری ۰/۰۰۰	سطح معنی داری ۰/۰۰۰	سطح معنی داری ۰/۰۰۰	سطح معنی داری ۰/۰۰۰
۴/۴۸۰۹۹۴	۸/۵۹۸۷	۳/۵۷۲۰۸۹	۷/۱۹۲۴۸۶	۲۶/۲۵۵۷۳	۸/۶۷۶۲۷۶
۳/۵۱۳۰۶۹	۰/۱۴۱۸	۱۳/۴۸۶۷۳۳	۵۵/۵۵۰۲۴۱	۰/۰۰۰	۰/۰۰۰
۴/۰۷۰۶۳۹	۰/۰۰۰	۳/۰۲۶۰۸۳	۶/۹۹۷۴۰۳	۰/۰۰۰	۰/۰۰۰

فروش) از سه شاخص موجود کمتر از ۰.۰۵ می باشد. لذا می توان نتیجه گرفت که بین تمرکز مالکیت و رشد داراییها و رشد فروش رابطه معناداری وجود دارد. از طرفی دیگر چون این رابطه مثبت می باشد. لذا می توان بیان داشت که با افزایش تمرکز مالکیت رشد داراییها و رشد فروش شرکت افزایش پیدا می کند. ولی نتایج حاصل نشان داد که بین تمرکز مالکیت و رشد سود رابطه معناداری وجود ندارد. سطح معناداری آن بیشتر از ۰.۰۵ می باشد. همانگونه که در مبانی نظری تحقیق بیان گردید، در ترکیب مالکیت گسترده، هیچ یک از سهامداران کوچک انگیزه‌ای برای نظارت ندارند. زیرا در این صورت، هر شخص سهامداری که بخواهد بر عملکرد شرکت نظارت کند، باید هزینه‌های مرتبط با آن را بپردازد و این در حالی است که بقیه سهامداران نیز از آن منافع استفاده می کنند. از طرفی دیگر طبق تحقیقات انجام شده در شرایطی که تمرکز مالکیت وجود دارد، تضاد منافع بین مالکیت اکثریت و اقلیت به وجود می آید و لذا تصمیمات سهامداران اکثریت ممکن است منجر به انتقال منافع سهامداران اقلیت به اکثریت شود. فلذا همانگونه که بیان گردید انتظار می رفت با افزایش تمرکز مالکیت شرکت رشد شرکت نیز افزایش یابد که در این تحقیق نیز نشان داده شد که در بورس اوراق بهادار تهران با افزایش تمرکز مالکیت، رشد شرکت نیز افزایش می یابد. این نتیجه مطابق با تحقیق کاپوپولوس و لازاری تو^۱ (۲۰۰۷) می باشد که در تحقیقی به بررسی تاثیر ساختار مالکیت بر عملکرد شرکت ها پرداخته اند که یافته های تحقیق نشان می دهد که ساختار مالکیت متمرکز به گونه ای مثبت با سودآوری بالاتر شرکت ارتباط دارد. هم چنین نتیجه تحقیق بنجامین هیکویا^۲ (۲۰۰۹) تحت عنوان ساختار راهبری شرکت و عملکرد شرکت ها نیز نشان می دهد، بین تمرکز مالکیت و عملکرد رابطه مثبت وجود دارد. و در ضمن شاکار و هاسیج^۳ (۲۰۱۶) نیز در تحقیقی به بررسی رابطه بین حاکمیت شرکتی و عملکرد شرکت و رشد اقتصادی آنها پرداختند که نتایج حاصل از تحقیق ایشان نشان داد که حاکمیت شرکتی بر عملکرد شرکت تاثیر معناداری دارد. مشایخ و ماه آوریپور^۳ (۱۳۸۷) در تحقیقی با عنوان بررسی اثرات تمرکز مالکیت به عملکرد شرکت نشان داد که ارتباط معنی داری بین تمرکز مالکیت و عملکرد شرکتها وجود

با توجه به نتایج آزمون فرضیه ی ۲-۲ که در جدول (۵) ارائه شده است، قبل از برآزش مدل، آزمون چاو (F لیمر) برای انتخاب از بین روش های داده های پانل در مقابل روش داده های پولد انجام شد و با توجه به نتایج بدست آمده روش داده های پانلی نسبت به روش داده های پولد ارجحیت دارد. سپس برای تشخیص اثرات ثابت یا اثرات تصادفی بودن واحدهای مقطعی از آزمون اچ هاسمن استفاده گردید. با توجه به اینکه سطح معناداری آماره اچ هاسمن در رشد داراییها کمتر از سطح خطای مورد پذیرش (۵ درصد) بوده، بنابراین روش رگرسیون با اثرات ثابت ارجحیت دارد و همچنین با توجه به اینکه سطح معناداری آماره اچ هاسمن در رشد فروش و در رشد سود بیشتر از سطح خطای مورد پذیرش (۵ درصد) بوده، بنابراین روش رگرسیون با اثرات تصادفی ارجحیت دارد. همچنین برای تشخیص وجود ناهمسانی واریانس از آزمون اف وایت استفاده شد. با توجه به اینکه سطح معناداری آماره اف وایت، ۰/۰۰۰ بوده، این موضوع بیانگر این است که رگرسیون دارای ناهمسانی واریانس می باشد. بنابراین پس از رفع مشکل ناهمسانی واریانس تخمین نهایی ارائه می گردد. در مرحله بعد با توجه به اینکه آماره F دارای سطح معناداری زیر (۵ درصد) می باشد، بنابراین رگرسیون قدرت تبیین دارد. همچنین آماره دوربین واتسون بدست آمده نشان می دهد که خود همبستگی سریالی میان جملات باقی مانده های الگوی تحقیق وجود ندارد. همچنین چون سطح معناداری تاثیر همزمان درصد مالکیت نهادی و محدودیت مالی (متغیر مستقل) در رشد داراییها و همچنین چون سطح معناداری تاثیر همزمان درصد مالکیت نهادی و محدودیت مالی در رشد فروش بیشتر از ۵ درصد می باشد، بنابراین می توان گفت که محدودیت مالی بر رابطه بین درصد مالکیت نهادی و رشد داراییها و رشد فروش تاثیر ندارد. ولی چون سطح معناداری تاثیر همزمان درصد مالکیت نهادی و محدودیت مالی (متغیر مستقل) در رشد سود کمتر از ۵ درصد می باشد، بنابراین می توان گفت که محدودیت مالی بر رابطه بین درصد مالکیت نهادی و رشد سود تاثیر دارد.

۹- نتیجه گیری

فرضیه ی ۱-۱ بیان داشت که بین تمرکز مالکیت و رشد شرکت ارتباط وجود دارد. با توجه به اینکه سطح معناداری متغیر مستقل (تمرکز مالکیت) در دو شاخص نشان دهنده رشد شرکت (رشد داراییها و رشد

1 - Kapopoulou and Lazaretou (2007)

2 - Benjamin I. Eshkiyaya (2009)

3 - Shakar and Hasich (2016)

دارد.

فرضیه ۱-۲ بیان می‌دارد که بین درصد مالکیت نهادی و رشد شرکت ارتباط وجود دارد. با توجه به اینکه سطح معناداری متغیر مستقل (درصد مالکیت نهادی) در دو شاخص نشان دهنده رشد شرکت (رشد داراییها و رشد سود) از سه شاخص موجود کمتر از ۰.۰۵ می باشد لذا می‌توان نتیجه گرفت که بین درصد مالکیت نهادی و رشد داراییها و رشد سود رابطه معناداری وجود دارد. از طرفی دیگر چون این رابطه مثبت می‌باشد لذا می‌توان بیان داشت که با افزایش درصد سرمایه‌گذاران نهادی، رشد داراییها و رشد سود شرکت افزایش پیدا می‌کند. ولی نتایج حاصل نشان داد که بین افزایش درصد سرمایه‌گذاران نهادی و رشد فروش با توجه به اینکه سطح معناداری آن بیشتر از ۰.۰۵ می باشد رابطه معناداری وجود ندارد. سرمایه‌گذاران نهادی از جمله ساز و کارهای حاکمیت شرکتی است که می‌تواند بر مدیریت شرکت نظارت داشته باشد. زیرا آنها هم می‌توانند بر مدیریت شرکت نفوذی چشم‌گیر داشته باشند و هم می‌توانند منافع مدیریت را با منافع گروه سهامداران هم سو کنند. راه‌هایی که بوسیله آن سهامداران می‌توانند بر مدیریت نظارت کنند عموماً در چارچوب نظریه کارگزاری معرفی می‌شود. هر روز بر اهمیت نقش نظارتی سرمایه‌گذاران نهادی افزوده می‌شود زیرا هم بسیار بزرگ و با نفوذ شده اند و هم تمرکز مالکیت قابل ملاحظه‌ای را به دست آورده‌اند. سرمایه‌گذاران نهادی هم چنین می‌توانند تضادهای کارگزاری را به واسطه وجودشان در مقام کارگزار (مالک) عمده، وخیم‌تر کنند هر چند که با رشد تمرکز مالکیت این مشکل هم برطرف می‌شود. لذا می‌توان انتظار داشت، زمانی که مالکیت نهادی در شرکتی بیشتر می‌شود با اعمال نظارت بیشتر در شرکت، رشد شرکت نیز افزایش یابد که در این تحقیق نیز چنین رابطه‌ای تایید گردید. این نتیجه مطابق تحقیق تاسیا و گو (۲۰۰۷) می‌باشد که در تحقیق ارتباط بین مالکیت نهادی و عملکرد شرکت بیان کرده اند که سرمایه‌گذاران نهادی ممکن است به سرمایه‌گذاران کمک کنند تا مسائل نمایندگی حاصل از تفکیک مالکیت و مدیریت را کاهش دهند. همچنین این نتیجه مطابق با تحقیق رحیمیان و همکاران (۱۳۹۰) می‌باشد که به بررسی ارتباط بین ساختار مالکیت و عملکرد شرکتهای پرداخته‌اند که یافته‌های تحقیق نشان می‌دهد بین مالکیت سهامداران نهادی و عملکرد شرکت‌ها ارتباط مثبت و معناداری وجود دارد. و در ضمن وکیلی فرد و باوندپور (۱۳۸۹) در پژوهشی به تاثیر حاکمیت شرکتی بر عملکرد شرکت پرداخته اند که نتایج حاصل از این تجزیه و تحلیل حاکی از این است که بین وجود سهامداران نهادی با عملکرد شرکتهای رابطه معنادار و مثبت وجود دارد.

فرضیه ۲-۱ بیان می‌دارد که محدودیت مالی بر ارتباط بین تمرکز مالکیت و رشد شرکت تاثیر دارد. با توجه به اینکه سطح معناداری تاثیر همزمان تمرکز مالکیت و محدودیت مالی (رشد شرکت) در هر سه شاخص نشان دهنده رشد شرکت (رشد داراییها و رشد فروش، رشد سود) بیشتر از ۰.۰۵ می باشد لذا می‌توان نتیجه گرفت که محدودیت مالی بر رابطه

بین تمرکز مالکیت و رشد داراییها و رشد فروش و رشد سود تاثیرگذار نمی‌باشد. همانگونه که بیان گردید انتظار می‌رفت شرکتهایی که دارای محدودیت مالی باشد، میزان تاثیر تمرکز مالکیت به دلیل کمبود منابع، بر رشد شرکت کاهش یابد که در این تحقیق چنین رابطه‌ای یافت نشد. با توجه به مقایسه نتایج بدست آمده از پژوهش خواجهی و صالحی نیا (۱۳۹۲) که به بررسی رابطه بین محدودیت‌های تامین مالی و رشد شرکت پرداخته‌اند که نتایج پژوهش نشان می‌دهد بین محدودیت‌های تامین مالی و رشد داراییها و رشد فروش به عنوان شاخص‌های محاسبه رشد شرکت رابطه منفی معناداری وجود دارد با پژوهش صادقی و همکاران (۱۳۹۲) که به بررسی تاثیر حاکمیت شرکتی با توجه به محدودیت‌های تامین مالی بر حساسیت سرمایه‌گذاری جریان وجوه نقدپرداخته اند و نتایج پژوهش حاکی از آن است که متغیرهای ساختار هیئت مدیره و تمرکز مالکیت بر حساسیت سرمایه‌گذاری جریان وجوه نقد با توجه به محدودیت‌های تامین مالی تاثیر معناداری دارند. پس می‌توان استنباط نمود که نتایج بدست آمده از هر پژوهش تاثیرهمدیگر را خنثی نموده و در نتیجه می‌توان اظهار نمود که محدودیت مالی بر تمرکز مالکیت و رشد شرکت تاثیرگذار نمی‌باشد. که این نتیجه مطابق با نتیجه پژوهش صورت پذیرفته می‌باشد.

فرضیه ۲-۲ بیان می‌دارد که محدودیت مالی بر ارتباط بین درصد مالکیت نهادی و رشد شرکت تاثیر دارد. با توجه به اینکه سطح معنی‌داری تاثیر همزمان درصد مالکیت نهادی و محدودیت مالی (رشد شرکت) در هر دو شاخص نشان دهنده رشد شرکت (رشد داراییها و رشد فروش) بیشتر از ۰.۰۵ می باشد لذا می‌توان نتیجه گرفت که محدودیت مالی بر رابطه بین درصد مالکیت نهادی و رشد داراییها و رشد فروش تاثیرگذار نمی‌باشد. همانگونه که بیان گردید انتظار می‌رفت شرکتهایی که دارای محدودیت مالی باشد، میزان تاثیر درصد مالکیت نهادی به دلیل کمبود منابع، بر رشد شرکت کاهش یابد که در این تحقیق فقط، تاثیر محدودیت مالی بر رابطه بین مالکیت نهادی و رشد سود تایید گردید. با توجه به مقایسه نتایج بدست آمده از پژوهش خواجهی و صالحی نیا (۱۳۹۲) که به بررسی رابطه بین محدودیت‌های تامین مالی و رشد شرکت پرداخته‌اند که نتایج پژوهش نشان می‌دهد بین محدودیت‌های تامین مالی و رشد داراییها و رشد فروش به عنوان شاخص‌های محاسبه رشد شرکت رابطه منفی معناداری وجود دارد با پژوهش رحیمیان و جان فدا (۱۳۹۲) که به بررسی تاثیر نظام راهبری شرکت بر محدودیت‌های مالی پرداخته اند که نتایج تحقیق نشان می‌دهد تعداد سهامداران عمده و استقلال هیئت مدیره تاثیر افزایشی و معناداری بر محدودیت‌های مالی شرکت‌ها دارد. پس می‌توان استنباط نمود که نتایج بدست آمده از هر پژوهش تاثیرهمدیگر را خنثی نموده و در نتیجه می‌توان اظهار نمود که محدودیت مالی بر تمرکز مالکیت و رشد شرکت تاثیرگذار نمی‌باشد. که این نتیجه مطابق با نتیجه پژوهش صورت پذیرفته می‌باشد.

با توجه به نتایج تحقیق که نشان داد تمرکز مالکیت و وجود سهامداران نهادی بر رشد شرکت تاثیرگذار می‌باشد لذا پیشنهاد می‌شود مدیران شرکتهای در شرکتهایی که تمرکز مالکیت بالایی وجود دارد و سهامداران

than peripheral members of business groups. Academy of Management Journal, <http://dx.doi.org/10.5465/amj.2012.0521>.
 [15] W Lee, D. W., Liu, M. H., (2007), **Does More Information in Stock Price Lead to Greater or Smaller Idiosyncratic Return Volatility?**, Working Paper.SSRN.

نهادی بیشتری وجود دارد با تعامل با این گروهها موجبات افزایش رشد شرکت را فراهم آورند. هم چنین پیشنهاد می شود سرمایه گذاران در سرمایه گذاری های آتی خود شرکتهایی را انتخاب نمایند که تمرکز مالکیت بالایی داشته باشند و سهامداران نهادی بالایی داشته باشند. هم چنین با توجه به نتایج تحقیق که نشان داد محدودیت مالی بر ارتباط بین حمایت شرکتی و رشد شرکت تاثیرگذار نمی باشد پیشنهاد می شود در تدوین مکانیزم های راهبری شرکت اقداماتی را مبذول دارند تا نقش نظارتی مدیران غیر موظف شرکت ها به عنوان عوامل تاثیر گذار افزایش یابد.

منابع و ماخذ

- [۱] اعطایی زاده، رضا، دارابی، رویا، عبدی، حسین، (۱۳۹۳)، رابطه بین فرصت های رشد شرکت ها و نسبت تغییرات سود انباشته در شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، کنفرانس بین المللی مدیریت در قرن ۲۱، تهران.
- [۲] برادران حسن زاده، رسول، بادآورندهی، یونس، حسین بابایی، قادر، (۱۳۹۱)، بررسی رابطه بین برخی مکانیزم های حاکمیت شرکتی با ارزش ایجاد شده برای صاحبان سهام و ارزش اقتصادی، بررسی های حسابداری و حسابرسی، شماره ۶۸.
- [۳] سپاسی، سحر، ییلویی خمنلوئی، مالک، (۱۳۹۲)، حساسیت نامتقارن سطح وجه نقد نگهداری شده نسبت به جریان های نقدی، بررسی های حسابداری و حسابرسی، شماره ۷۴ (۱۳۹۲)، ص ۶۱-۷۶.
- [۴] قنبری، فرحناز، (۱۳۸۶)، بررسی تاثیر مکانیزم های حاکمیت شرکتی بر عملکرد شرکتهای پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، پایان نامه کارشناسی ارشد، دانشگاه الزهراء (س).
- [۵] کریمی، فرزاد، صادقی، محسن، (۱۳۸۸)، محدودیت های مالی داخلی و خارجی و رابطه آن با سرمایه گذاری دارایی های سرمایه ای در شرکت های پذیرفته شده بورس اوراق بهادار تهران، فصلنامه حسابداری مالی، شماره ۴ (۱۳۸۸)، ص ۴۳-۵۰.
- [۶] ستایش، محمدحسین، ابراهیمی، شهلا، (۱۳۹۳)، بررسی تاثیر تمرکز مالکیت بر سیاست پرداخت سود سهام شرکتهای پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، پژوهش های حسابداری مالی، شماره ۲۰ (۱۳۹۳)، ص ۶۱-۷۴.
- [۷] خواجوی شکراله، صالحی نیا محسن، (۱۳۹۴)، محدودیت های تأمین مالی و رشد شرکت (مطالعه موردی: بورس اوراق بهادار تهران)، فصلنامه حسابداری مالی، شماره ۲۵ (۱۳۹۴)، ص ۲۹-۴۸.
- [8] Arsalan, O., Florackais, C., Ozkan, A., (2006), **The Role of Cash Holding in Reducing Investment – Cash Flow Sensitivity: Evidence From a Financial Crisis Period in an Emerging, Emerging Market Review, Vol 7, P320 – 338.**
- [9] Hovakimian, G., (2009), **Determinants of Investment Cash Flow Sensitivity**, Journal of Economic Literature, Vol 36, P 193 – 225.
- [10] Lavrence, D., Brown, M. C., (2004), **Corporate Governance and Firm Performance**, Journal of Corporate Finance, Vol 9, p295–316.
- [11] Leland, H., Pyle, D., (1997), **Informational Asymmetries, Financial Structure and Financial Intermediation**, Journal of Finance, Vol 32(2), p371–387.
- [12] Miller, M. H., Modigliani, F., (1958), **The Cost of Capital, Corporation Finance and The Theory of Investment**, American Economic Review, Vol 48(3), p261–297
- [13] Singh, D., Delios, A., (2017), **Corporate governance, board networks and growth in domestic and international markets: Evidence from India**, Journal of World Business, <http://dx.doi.org/10.1016/j.jwb.2017.02.002>.
- [14] Spencer, J., Dau, L., Ayyagiri, A. M., (2015), **Strategic response to FDI in emerging markets: Are core members more responsive**

